CASH
Suplemento económico de Página/12
Domingo 5 de abril de 1992
Año 2 - Nº 102

**Debate sobre la Convertibilidad ¿Progresista o conservadora?**
*Escribe Martín Redrado*

UN ESTUDIO CONFIDENCIAL DE ECONOMIA PROPONE PRESCINDIR DE LA MITAD DE LOS BANCARIOS OFICIALES. LA BANCA NACIONAL YA DESPIDIO UN 20 POR CIENTO

# EL ULTIMO QUE APAGUE LA LUZ

**Brady, costos y beneficios,**
*por Jorge Todesca*

# AJUSTE





CUADRO 1

## MANUAL PARA EL JEFE DE PERSONAL

| | Incidencia estimada | Plantel (cantidad) | Gasto anual (millones de U$S) |
|---|---|---|---|
| **Personal** * | **100%** | **74.694** | 1.102 |
| 1 — Faltas de control de tiempo | | | |
| a) Falta de control de horarios supuesto: 15 minutos por empleado/dia | - 3,3% | (2.490) | (36.7) |
| b) Falta de control de permanencias supuesto: 30 minutos por empleado/dia | - 6,7% | (4.980) | (73.5) |
| 2 — Licencias especiales | - 7,5% | (5.635) | (83.2) |
| 3 — Licencias computadas por dias habiles y no corridos | - 3,7% | (2.761) | (40.7) |
| 4 — Ausentismo | - 2.6 | (1.925) | (28.4) |
| **Incidencia de rubros 1) a 4)** | **- 23.8%** | **(17.790)** | **(262.5)** |
| **Cantidad de personal menos 1) a 4)** | | **56.904** | **839,8** |
| 5 — Readecuación funcional. Supuesto de eliminación de funciones duplicadas y racionalización de tareas. — ya corregida la incidencia de 1) a 4) | - 15% | (8.536) | (126.0) |
| 6 — Atraso tecnológico. Supuesto de incorporación de material informático ya corregida la incidencia de 1) a 5) | - 15% | (7.255) | (107.1) |
| **Incidencia total de rubros 1) a 6)** | **- 45%** | **(33.581)** | **(495.6)** |
| **Estructura de personal eficiente** | **55%** | **41.113** | **606.7** |

* *Bancos nacionales y provinciales*

**(Por Alfredo Zaiat)** En menos de cuatro meses la banca oficial se desprendió con un régimen de retiros voluntarios de 7300 bancarios, casi el 20 por ciento del personal, y si bien los máximos responsables de las entidades públicas aseguran que el ajuste ya terminó, uno de los compromisos asumidos por Domingo Cavallo para recibir el crédito de facilidades extendidas del Fondo Monetario es el de disminuir el plantel en otros 5000 operarios. Pero el ajuste sobre la banca pública nacional y provincial tiene una envergadura aún mayor: de acuerdo con un informe oficial, al que tuvo acceso exclusivo CASH, y que está en poder de los titulares del Banco Central, Nación, Hipotecario, BANADE, Ciudad y de la Caja Nacional de Ahorro y Seguro, del total del personal del sistema financiero oficial incluyendo a las entidades provinciales (74.694 bancarios) sólo debería quedar un poco más de la mitad (41.113). El resto tendría que empezar a buscar un nuevo empleo.

Con el sistema de retiro voluntario se fueron en los últimos meses 4300 bancarios del Nación (el presidente de la entidad, Aldo Dadone, aseguró a CASH que las bajas sumaron 3500, pero esa cifra es al 19 de febrero y hasta la semana próxima se seguirán analizando las solicitudes de retiro); 1500 de la Caja Nacional de Ahorro y Seguro; 300 del Ciudad; 500 del BANADE y 700 del Banco Central.

El elegante despido de 7300 bancarios tuvo un costo para el Estado de 100-120 millones de dólares, ya que el promedio que cada trabajador se llevó en el bolsillo fue de 15.000-17.000 dólares. Este monto fue bastante menor al que le hubiera correspondido por una indemnización tradicional de acuerdo con lo que cobraba mensualmente.

Cuando se anunció el sistema de retiro se puso como gancho para sumar voluntades un plus que oscilaba entre el 10 y el 30 por ciento sobre el salario, pero a la hora de calcular la indemnización se eliminaron los extras, estableciéndose un sueldo conformado. De esta forma se bajó el costo del retiro para las entidades, ya que el salario que se tomó como parámetro fue entre 20 y 30 por ciento inferior al que hubiese servido de base a cualquier cálculo indemnizatorio.

### Insaciables

"No nos estamos despidiendo, sino que no nos diremos de ahora en más hola", decía la carta que los directivos de Salomon Brothers, uno de los bancos de inversión más grande de los Estados Unidos, dejaban en el escritorio de los empleados que debían seguir el camino del retiro voluntario. Esa anécdota fue contada por uno de los funcionarios encargados de la expulsión de los bancarios cuando tuvo que defender ese sistema de despidos como un régimen menos traumático que el de la selección de los que deberían dejar su puesto. En cambio, los especialistas del mercado laboral sostienen que pese a que con un sistema de retiro voluntario se evitan conflictos de proporciones, encierra el riesgo de perder al personal más calificado.

"Es un estudio poco cuidadoso", calificó Aldo Dadone al informe oficial que recomienda prescindir, al margen de los 7300 retiros ya efectuados, de casi la mitad del personal de la banca pública nacional y provincial (ver cuadro 1). Los responsables del trabajo, que mantienen la posición más ortodoxa acerca de cómo reestructurar el sistema bancario oficial, tienen a mano los siguientes parámetros para atajar las críticas (ver cuadro 2): el volumen de depósitos por empleado es 40 por ciento menor que en la banca privada, el número de empleados por establecimiento es, en promedio, 65 por ciento mayor y el costo salarial anual, en relación con el nivel de depósito, es 50 por ciento más elevado.

En el *paper* se detalló también un estudio de simulación (cuadro 1) sobre los factores que explican el exceso de personal que dio como resultado la necesidad de desprenderse de casi la mitad. Las faltas de control, las licencias especiales, el ausentismo y el hecho de computar las vacaciones por días hábiles y no corridos, más la superposición de funciones y el atraso tecnológico, fueron calculados de acuerdo con su incidencia en la cantidad de bancarios del sistema: de acuerdo con este estudio de eficiencia, sobran 33.581 empleados en la red oficial nacional y provincial, lo que significa un gasto extra de 495,6 millones de dólares por año.

Pero hay que remarcar que para llegar a ese resultado se mezclaron bancos públicos que funcionan a pleno, como el Nación y el Ciudad, junto con entidades que han sido desguazadas como el Hipotecario y el BANADE, a las cuales se les ha impedido la captación de depósitos y luego se han cerrado sus sucursales, y con bancos provinciales que aún no comenzaron su ajuste. El otro dato a destacar es que el salario mensual por empleado es 11 por ciento menor que el que recibe un bancario privado, lo que afecta la eficiencia del sector público: por ejemplo, un gerente del Nación cobra un quinto del salario que recibe su colega de una entidad privada.

### La banca del futuro

Como lo manifestó Dadone, ese informe de eficiencia sobre la cantidad necesaria de personal para la banca pública es resistido en otros niveles del Palacio de Hacienda ya que engloba a todos los bancos sin discriminar a los nacionales con los provinciales, y entre estos últimos a los que ya realizaron el ajuste. Pese a esa discrepancia, el equipo de Cavallo no tiene dudas de que la reestructuración del sistema financiero público recién está a mitad de camino, y que en este año los bancos del interior serán los que deberán realizar el ajuste más profundo.

El modelo de sistema financiero oficial que tiene en mente Cavallo es el de un solo banco (el Nación) ocupado de la atención al público y del otorgamiento de créditos a los sectores productivos —lo que se denomina entidad de primer piso— y dos dedicados al negocio mayorista. Para este tipo de operaciones el equipo económico eligió al Hipotecario (dedicado a financiar la compra de viviendas) y al flamante Banco de Inversión y Comercio Exterior (BICE).

El BICE —que finalmente se privatizará— distribuirá entre los bancos privados las líneas de créditos del exterior para financiar exportaciones e importaciones y también para proyectos de inversión. El BANADE desaparecerá y el deseo íntimo de Cavallo es pasar a manos privadas la operatoria de la Caja Nacional de Ahorro y Seguro. Por último, la meta es privatizar la mayoría de las entidades provinciales.

### Los ajustes no son todos iguales

El equipo económico apunta así a una estructura bancaria oficial reducida y competitiva. Pero la exigencia de que la performance de la banca pública sea igual a la privada deja de lado que a las entidades oficiales también se las obliga a servir como instrumento de política monetaria (el Banco Nación tiene una activa participación en el mercado de acuerdo con las necesidades de la Tesorería), de licuación de los pasivos de los grupos económicos (el ejemplo más claro de esa tarea es el BANADE), o que no reciben subsidios como las privadas (el Estado transfiere fondos excepcionales al sistema con el bono BIC 5).

Por otro lado, hay que tener en cuenta que los efectos del Plan Bónex y el de Convertibilidad (desaparición de gran parte de la masa de dinero —materia prima básica para el funcionamiento del sistema ban-

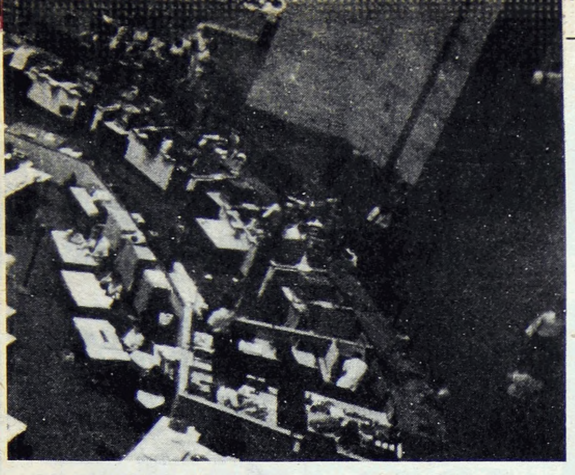
CUADRO 2

## INDICADORES DEL SISTEMA

| Tipo de entidad | Nivel de depósitos (mill. U$S) (1) | Costo fijo mensual total (mill. U$S) (2) | Costo salarial mensual (mill. U$S) (3) | Cantidad de personas (4) | Cantidad de establecim. (5) | Ingresos por comisiones (mill. U$S) (7) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Oficiales* | 5.163 | 178,9 | 91,9 | 74.694 | 1.938 | 40,1 |
| Privados | 6.434 | 194,5 | 77,8 | 56.207 | 2.398 | 90,5 |
| Total sistema | 11.597 | 373,4 | 169,6 | 130.901 | 4.336 | 130,5 |

| Tipo de entidad | Depósito por empleado (U$S) (1)/(4) | Costo salarial/ costo fijo total (%) (3)/(2) | Salario mensual por empleado (U$S) (3)/(4) | Costo salarial anual/nivel depósitos ((3)*12 mes.)/(1) | Cantidad de personal por establecim. (4)/(5) | Costo salarial/ comisiones (%) (3)/(7) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Oficiales* | 69.122 | 51,3 | 1.229 | 21,4 | 39 | 229 |
| Privados | 114.483 | 39,9 | 1.383 | 14,5 | 23 | 86 |
| Relación Oficial/privado (%) | - 40 | 28 | - 11 | 47 | 64 | 166 |

* *Bancos nacionales y provinciales*



cario— y luego la abrupta baja de las tasas nominales y por consiguiente la caída de los spreads) llevaron a la mayoría de los bancos a la imposibilidad de cubrir sus costos. La necesidad del *ajuste*, tanto en el sistema oficial como privado, se impuso así en el mercado.

La banca privada cerró sucursales y despidió personal, pero interrumpió esa tarea en agosto del año pasado cuando su balance empezó a equilibrarse. Pero ese resultado no lo obtuvo sólo por el achique de sus estructuras sino que el Estado colaboró para que ese ajuste no sea tan doloroso: la revalorización del título público BIC 5, que ofrece una sobretasa de 0,9 por ciento mensual (el subsidio es espectacular si se tiene en cuenta que esa tasa es similar a la renta que devenga el bono), significó una enorme ayuda al sistema financiero. En un año el Estado transferirá a las entidades privadas por las condiciones de emisión de ese bono la suma de 120 millones de dólares.

Sin desconocer la necesidad de readecuar el funcionamiento de la banca pública, sin esa ayuda extra (la del BIC 5), el camino para el ajuste de la banca pública pasa sólo por el despido de personal y el cierre de sucursales (el Nación clausuró 20 en los últimos meses). No se considera de ese modo que el problema no es sólo de estructuras sino que la plaza financiera local se maneja con poca materia prima (dinero), y con el Plan de Convertibilidad no existen posibilidades de un rápido crecimiento.

Entonces, la otra forma de facilitar la adaptación de la banca privada a esas reglas de juego es disminuyendo la participación pública en la captación de fondos del mercado. En tiempos de escasez, es muy tentadora la suculenta porción del mercado que captan los bancos oficiales. Entre nacionales y provinciales concentran más de la mitad de los depósitos en pesos y el 35 por ciento de las colocaciones en divisas. Si la banca pública no recibe los favores del Estado y al mismo tiempo se busca marginarla del negocio minorista en favor de las entidades privadas, el achique de estructuras y la reducción de personal no son más que el camino para terminar de definir el sistema financiero oficial del modelo económico de Cavallo.

Gustavo Gilabert





El presidente de la Comisión Nacional de Valores participa en la polémica acerca de si el plan económico es progresista o conservador. Para Martín Redrado no hay dudas de la calidad progresista del programa de Cavallo, pero reconoce que los derechos que defiende el plan (la iniciativa, la propiedad y la libertad) son impulsados "aun contra las injusticias que acaso generen su instrumentación".

Convertibilidad

# LO MAS PROGRESISTA DE AQUI A LA CHINA

*(Por Martín Redrado)* Un plan económico que terminó con las trabas burocráticas que se oponen al crecimiento, que le cerró las puertas a la especulación financiera y al centralismo exagerado, que está logrando la recuperación industrial, que concluyó con el déficit fiscal y dice *no* al achicamiento de la producción, a la falta de premios para el esfuerzo nacional y a la injusta distribución de ingreso, no puede ser tildado sino de *progresista*.

El progresismo de este plan del presidente Carlos Menem que lleva adelante el ministro Domingo Cavallo está en la concepción amplia del término apertura. Apertura de la economía al exterior, a la circulación de capitales, de mercancías, de ideas. Y está, también, la participación. Esa que permite que cada ciudadano sea y se sienta dueño de algo, que cada trabajador pueda ser accionista de su empresa y tenga que ver en la construcción del futuro de un país que ha dado su primero y decidido paso hacia el crecimiento.

Cada uno vale ahora por lo que hace y por lo que produce. En el marco de la libertad y la sana competencia.

Hoy estamos promoviendo no sólo una cantidad suficiente de bienes sino, además, respondiendo a una demanda nueva: la de la calidad de los bienes que se producen y consumen, de los servicios que se disfrutan y de la vida en general. Este programa va transformando a un país empobrecido y centralista en uno rico y federalista. Abierto. Sin fronteras ideológicas. Porque no se puede hablar de soberanía en el atraso y la decadencia. Como muy bien lo definiera el presidente Menem en su oportunidad, "ser soberanos es terminar con los grandes negociados y comenzar con los grandes negocios". Aquí y ahora, el capital nacional y el extranjero tienen las puertas abiertas y el mismo tratamiento impositivo.

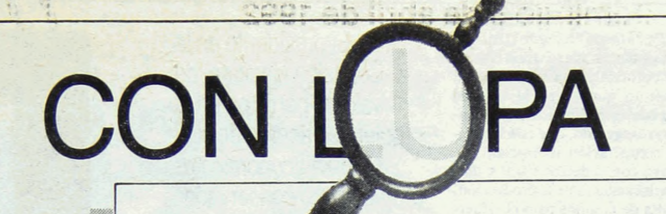
Claro que el plan económico tendría poco sentido y dejaría de ser progresista si a la par de ser competitivo y eficiente no procurara dar una solución a los temas sociales. Pero lo cierto es que el camino hacia el bienestar no se alcanza por generación espontánea sino a través del crecimiento en la inversión privada que genera más y mejores condiciones de trabajo. Y no existe inversión sin financiamiento en términos competitivos con las plazas internacionales. Este es el objetivo de la política del mercado de capitales lanzada hace nueve meses, esto es, disminuir el costo financiero de las empresas para poder emprender nuevos proyectos. Y lo estamos logrando a través de una transformación en la estructura del mercado, haciéndolo más abierto, eficiente y competitivo; incrementando la oferta de títulos y creando nuevas fuerzas de demanda permanente mediante la creación de inversores institucionales (fondos comunes de inversión y fondos de pensión).

Todo cambio cultural —y la Argentina vive hoy un formidable cambio cultural que no sólo afecta al campo económico sino a su estilo de vida— provoca resistencias. Se resisten quienes no quieren perder sus privilegios y comodidades, quienes no desean resignar sus intereses mezquinos. Son los mismos que pretenden que nada cambie, que todo siga igual. Esos sectores empresarios que siguen de espaldas a la realidad, al crecimiento. Los de la Argentina muerta.

Nuestra nación está tratando de ingresar equitativamente al mercado internacional conociendo los datos de una realidad demoledora que revela que los países que se marginaron se fueron estancando y retrocediendo, en tanto los que se introdujeron en la interrelación general de las actividades económicas internacionales se fueron desarrollando. Crecieron. Y en ese sentido hay modelos que funcionaron y otros que funcionan. Sin embargo, no se trata de fundarlo todo en la explotación de los recursos naturales sino en la valoración de los recursos humanos.

El crecimiento a partir de la imprescindible estabilidad no es otra cosa que una etapa en la reconversión del Estado. La propuesta es clara y concreta: una nueva sociedad basada en el trabajo libre, la empresa y la participación, que reclama que el mercado sea oportunamente controlado por las fuerzas sociales e, incluso, por el propio Estado, pero para garantizar las exigencias fundamentales de la sociedad.

Las crisis de los sistemas económicos no son problemas meramente técnicos sino la consecuencia de violaciones a ciertos derechos: la iniciativa, la propiedad, la libertad. Derechos que este plan económico defiende e impulsa aun contra las injusticias que acaso genere su instrumentación en una sociedad que, durante lustros, fue castigada por una despiadada inflación.




**Por Osvaldo Siciliani**

## QUIMICA ESTRELLA S.A.

Con su planta industrial en plena Capital, Química Estrella —dentro de pocos días cumple 86 años bajo la actual razón social— es líder en el mercado de algodón para uso sanitario por un monto cercano a 2 millones de pesos por mes, a lo que se agrega la distribución de los pañales y apósitos que fabrica su filial de San Luis. Durante los últimos años, la empresa tomó fondos a través de diversas fuentes de endeudamiento para operar en diversos rubros,con lo que su pasivo real se duplicó —como muestra el gráfico— desde fines de marzo del '90.

El crecimiento del pasivo no fue, como en tantos otros casos, producto de la asfixia crediticia que dejó como secuela el Plan Bónex. Por el contrario, el endeudamiento fue acompañado de la generación de fondos propios en una etapa donde la empresa dio ganancias, mostrando dinamismo tanto en ventas como en la gestación de nuevos negocios.

En este sentido, hace más de dos años formó una sociedad con la Asociación de Cooperativas Argentinas (ACA) sobre la base de la planta de productos agroquímicos de Campana. También amplió su mercado exportando pañales puntanos al Brasil con una empresa de ese país. Más tarde, vendió el 51 por ciento del paquete accionario de Química Estrella San Luis S.A. a la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones, de capital chileno. En noviembre del año pasado, Química Estrella S.A. compró la mitad de la Corporación General de Alimentos S.A. y, a principios de este año, se desprendió de su participación en la sociedad con ACA.

Participa (también en las empresas) Estrella Mérieux (laboratorio veterinario), Estrella Servicios (distribuidora de artículos de consumo masivo) y Algodonera Mar (algodón hidrófilo).

Actualmente, la firma está captando fondos del mercado de capitales por 5,8 millones de pesos con destino al aumento de su patrimonio. El directorio piensa aplicar ese dinero en inversiones para la producción de algodón y para desarrollar el área de plásticos. Tiene, además, otros proyectos de inversión en carpeta, especialmente para la distribución de artículos de consumo masivo en el mercado interno.

QUIMICA ESTRELLA SE ENDEUDO PARA DIVERSIFICARSE

MILLONES DE PESOS: 0, 5, 10, 15, 20, 25

Mar '90, Jun, Set, Dic, Mar '91, Jun, Set, Dic

PASIVOS

# EN EL BOLSILLO

Alejandro Amdan

## Manía de PC

Si en los años 50 toda chica que quería progresar estudiaba dactilografía, hoy la obsesión es enfrentarse a una computadora y saber al menos cómo encenderla.

El Centro Informático Buenos Aires (Virrey del Pino 2413) ofrece un curso de introducción al manejo de las PC (personal computers) de 32 clases de una hora y media (dos veces por semana), o 16 clases de tres horas (una vez por semana) por una matrícula de 30 pesos y 4 cuotas de 130 cada una. Al contado, en cambio, cuesta $ 468. Abarca un acercamiento a la computadora, sistemas operativos, procesamiento de datos, bases de datos y planillas de cálculo.

El curso de operador de PC en Escuelas Leicester (Rivadavia 7174) cuesta 235 pesos más 38 de matrícula. El arancel se puede financiar en dos cuotas de 125. Son dos clases semanales de dos horas. Dura cinco meses y ofrece práctica libre en las máquinas del instituto. Entregan título de operador de Lotus/DBASE.

Escuelas Iade (Avenida de Mayo 1385) ofrece un curso de computación (MS DOS, Wodstar, Lotus 1,2,3 y DBASE III Plus) de 9 meses de duración con dos clases semanales de 3 horas cada una. Cobran una matrícula de $ 30 y cuotas mensuales de $ 60.

En Academias Pitman tienen el curso de Introducción a la Computación y DOS, que dura un mes, a $ 79 y una matrícula de $ 18. Los contenidos abarcan: componentes de una computadora, programas, concepto de planillas de cálculo, procesadores de texto, bases de datos.

### Asado en la Costanera (*)

| | $ |
|---|---|
| La Posta del Bosque | 7,50 |
| Los Años Locos | 9,50 |
| Happening | 9,50 |
| Negro el Once | 9,20 |
| El Asador | 7,70 |
| A los amigos | 8,00 |
| A los platitos | 8,50 |

* En todos los casos, una porción de asado.

Rema

# El esta ganar

(Por Santiago Urbiztondo*)

Las recientes licitaciones de acciones de Telefónica y Telecom a través del mercado de capitales y con un particular diseño, de acuerdo al cual las ofertas se llevaban a cabo en tres segmentos (mayorista competitivo en el que se determinaba el precio, mayorista no competitivo y minorista no competitivo subsidiado) parecen haber constituido un éxito rotundo. Sin duda, la euforia reinante en torno de las teleacciones ha sido grande, pero la adopción de un método de licitación como el descripto benefició a los tradicionales oferentes mayoristas, racionó a los oferentes minoristas, e impidió que el Estado se apropiara enteramente de los beneficios de dicha euforia.

Este trabajo presenta una estimación del que hubiese sido el precio de corte de las acciones de Telecom en caso de que la totalidad de la subasta hubiese sido competitiva (y si no se hubiesen otorgado subsidios a los pequeños inversores). Dicho cálculo arroja una pérdida de ingresos del fisco de 120 millones de dólares, mientras que la estimación correspondiente al caso de Telefónica arrojó una pérdida de 50 millones. *Dejando de lado el subsidio a los minoristas, esta pérdida se debió a la introducción de segmentos no competitivos en la licitación, lo que indujo un racionamiento por cantidades y no por precios, empujando hacia abajo el precio de corte.*

La demanda total por acciones de Telecom fue de 5664 millones de dólares, entregándose 1242 millones en acciones (lo que resultó en ingresos al fisco de 1227 millones debido al subsidio del 5 por ciento a los inversores minoristas); el precio de corte fue de 4,207 dólares por acción, lo que se tradujo en un cupo de 621 millones de dólares para el segmento mayorista competitivo; las demandas minoristas y mayorista no competitivas fueron de 939 y 1410 millones, respectivamente.

Con el fin de estimar el resultado de la licitación en caso de que el método elegido hubiese sido el de una ''subasta no discriminatoria'' (donde todos pagan el precio de corte, como de hecho ocurrió) con un único segmento competitivo, se supone que:

a) todos los postulantes en los segmentos no competitivos estaban dispuestos a pagar el precio unitario que resultó, es decir, nadie se arrepintió de haberse presentado en la licitación;

b) sin embargo, reaccionando a la experiencia de Telefónica, dichos oferentes previeron que serían racionados y sobreofertaron para compensar ese efecto; se supone que dichas sobreofertas constituyeron un 50 por ciento en el caso del segmento mayorista no competitivo, y un 30 por ciento para el segmento minorista (los oferentes en el segmento minorista evitaron parcialmente el racionamiento fraccionando sus ofertas por medio de familiares y gente de confianza que prestaron sus nombres). De esta manera, las ofertas ''reales'' en dichos segmentos serían 940 y 722 millones de dólares, respectivamente;

c) no se otorga ningún subsidio a los minoristas y esto tiene un efecto neto nulo en la decisión de realizar ofertas por parte de los minoristas

# CON LUPA

## QUIMICA ESTRELLA S.A.

**Por Osvaldo Siciliani**

Con su planta industrial en plena Capital, Química Estrella —dentro de pocos días cumple 86 años bajo la actual razón social— es líder en el mercado de algodón para uso sanitario por un monto cercano a 2 millones de pesos por mes, a lo que se agrega la distribución de los pañales y apósitos que fabrica su filial de San Luis. Durante los últimos años, la empresa tomó fondos a través de diversas fuentes de endeudamiento para operar en diversos rubros,con lo que su pasivo real se duplicó —como muestra el gráfico— desde fines de marzo del '90.

El crecimiento del pasivo no fue, como en tantos otros casos, producto de la asfixia crediticia que dejó como secuela el Plan Bónex. Por el contrario, el endeudamiento fue acompañado de la generación de fondos propios en una etapa donde la empresa dio ganancias, mostrando dinamismo tanto en ventas como en la gestación de nuevos negocios.

En este sentido, hace más de dos años formó una sociedad con la Asociación de Cooperativas Argentinas (ACA) sobre la base de la planta de productos agro químicos de Campana. También amplió su mercado exportando pañales puntanos al Brasil con una empresa de ese país. Más tarde, vendió el 51 por ciento del paquete accionario de Química Estrella San Luis S.A. a la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones, de capital chileno. En noviembre del año pasado, Química Estrella S.A. compró la mitad de la Corporación General de Alimentos S.A. y, a principios de este año, se desprendió de su participación en la sociedad con ACA.

Participa (también en las empresas) Estrella Mérieux (laboratorio veterinario), Estrella Servicios (distribuidora de artículos de consumo masivo) y Algodonera Mar (algodón hidrófilo).

Actualmente, la firma está captando fondos del mercado de capitales por 5,8 millones de pesos con destino al aumento de su patrimonio. El directorio piensa aplicar ese dinero en inversiones para la producción de algodón y para desarrollar el área de plásticos. Tiene, además, otros proyectos de inversión en carpeta, especialmente para la distribución de artículos de consumo masivo en el mercado interno.

QUIMICA ESTRELLA SE ENDEUDO PARA DIVERSIFICARSE

MILLONES DE PESOS — PASIVOS

# EN EL BOLSILLO

### Manía de PC

Si en los años 50 toda chica que quería progresar estudiaba dactilografía, hoy la obsesión es enfrentarse a una computadora y saber al menos cómo encenderla.

El Centro Informático Buenos Aires (Virrey del Pino 2413) ofrece un curso de introducción al manejo de las PC (personal computers) de 32 clases de una hora y media (dos veces por semana), o 16 clases de tres horas (una vez por semana) por una matrícula de 30 pesos y 4 cuotas de 130 cada una. Al contado, en cambio, cuesta $ 468. Abarca un acercamiento a la computadora, sistemas operativos, procesamiento de datos, bases de datos y planillas de cálculo.

El curso de operador de PC en Escuelas Leicester (Rivadavia 7174) cuesta 235 pesos más 38 de matrícula. El arancel se puede financiar en dos cuotas de 125. Son dos clases semanales de dos horas. Dura cinco meses y ofrece práctica libre en las máquinas del instituto. Entregan título de operador de Lotus/DBASE.

Escuelas Iade (Avenida de Mayo 1385) ofrece un curso de computación (MS DOS, Wodstar, Lotus 1,2,3 y DBASE III Plus) de 9 meses de duración con dos clases semanales de 3 horas cada una. Cobran una matrícula de $ 30 y cuotas mensuales de $ 60.

En Academias Pitman tienen el curso de Introducción a la Computación y DOS, que dura un mes, a $ 79 y una matrícula de $ 18. Los contenidos abarcan: componentes de una computadora, programas, concepto de planillas de cálculo, procesadores de texto, bases de datos.

Alejandro Amdan

**Asado en la Costanera (*)**

| | $ |
|---|---|
| La Posta del Bosque | 7,50 |
| Los Años Locos | 9,50 |
| Happening | 9,50 |
| Negro el Once | 9,20 |
| El Asador | 7,70 |
| A los amigos | 8,00 |
| A los platitos | 8,50 |

* En todos los casos, una porción de asado.

Remate de las teleacciones

# EL ESTADO PERDIO DE GANAR 170 MILLONES DE DOLARES

**No es fácil criticar la venta de los paquetes accionarios de las telefónicas que estaban en poder del Estado cuando el resultado final fue un ingreso total al fisco de 2075 millones de dólares. Pero la euforia del mercado debe dejar lugar a un análisis más detallado del mecanismo de la subasta, que limitó la participación de los pequeños ahorristas y benefició a los grandes inversores.**

*(Por Santiago Urbiztondo*)*

Las recientes licitaciones de acciones de Telefónica y Telecom a través del mercado de capitales y con un particular diseño, de acuerdo al cual las ofertas se llevaban a cabo en tres segmentos (mayorista competitivo en el que se determinaba el precio, mayorista no competitivo y minorista no competitivo subsidiado) parecen haber constituido un éxito rotundo. Sin duda, la euforia reinante en torno de las teleacciones ha sido grande, pero la adopción de un método de licitación como el descripto benefició a los tradicionales oferentes mayoristas, racionó a los oferentes minoristas, e impidió que el Estado se apropiara enteramente de los beneficios de dicha euforia.

Este trabajo presenta una estimación del que hubiese sido el precio de corte de las acciones de Telecom en caso de que la totalidad de la subasta hubiese sido competitiva (y si no se hubiesen otorgado subsidios a los pequeños inversores). Dicho cálculo arroja una pérdida de ingresos del fisco de 120 millones de dólares, mientras que la estimación correspondiente al caso de Telefónica arrojó una pérdida de casi 50 millones. *Dejando de lado el subsidio a los minoristas, esta pérdida se debió a la introducción de segmentos no competitivos en la licitación, lo que indujo un racionamiento por cantidades y no por precios, empujando hacia abajo el precio de corte.*

La demanda total por acciones de Telecom fue de 5664 millones de dólares, entregándose 1242 millones en acciones (lo que resultó en ingresos al fisco de 1227 millones debido al subsidio del 5 por ciento a los inversores minoristas); el precio de corte fue de 4,207 dólares por acción, lo que se tradujo en un cupo de 621 millones de dólares para el segmento mayorista competitivo; las demandas minoristas y mayorista no competitivas fueron de 939 y 1410 millones, respectivamente.

Con el fin de estimar el resultado de la licitación en caso de que el método elegido hubiese sido el de una ''subasta no discriminatoria'' (donde todos pagan el precio de corte, como de hecho ocurrió) con un único segmento competitivo, se supone que:

a) todos los postulantes en los segmentos no competitivos estaban dispuestos a pagar el precio unitario que resultó, es decir, nadie se arrepintió de haberse presentado en la licitación;

b) sin embargo, reaccionando a la experiencia de Telefónica, dichos oferentes previeron que serían racionados y sobreofertaron para compensar ese efecto; se supone que dichas sobreofertas constituyeron un 50 por ciento en el caso del segmento mayorista no competitivo, y un 30 por ciento para el segmento minorista (los oferentes en el segmento minorista evitaron parcialmente el racionamiento fraccionando sus ofertas por medio de familiares y gente de confianza que prestaron sus nombres). De esta manera, las ofertas ''reales'' en dichos segmentos serían 940 y 722 millones de dólares, respectivamente;

c) no se otorga ningún subsidio a los minoristas y esto tiene un efecto neto nulo en la decisión de realizar ofertas por parte de los minoristas (este supuesto resulta natural ya que el riesgo de pagar un precio excesivamente alto al ofertar ''al precio que resulte'' tiene un efecto opuesto al del subsidio en la decisión de los postulantes);

d) la oferta máxima competitiva fue de 5 dólares por acción y las ofertas entre 4,2 y 5 estaban linealmente distribuidas (note que la diferencia entre el precio máximo y el de corte resulta ser 0,80 pesos); y

e) los oferentes en los segmentos no competitivos se habrían comportado de la misma forma en caso de haberse presentado en un único segmento competitivo.

Bajo estos supuestos, la cantidad de dinero ofrecida por las acciones a un precio de 4,207 hubiese sido de 2283 millones de dólares (igual a 621 + 722 + 940), lo que resultaría una demanda de 542,7 millones de acciones. Puesto que la oferta total de acciones (30 por ciento del paquete accionario) fue de 295,3 millones, a dicho precio resultaría un exceso de demanda de acciones de 247 millones de dólares. Debido al supuesto de linealidad en las ofertas, el precio de corte hubiese sido de 4,571 (= 4,207 + (247/542,7) × 0,8) un 8 por ciento mayor al que de hecho resultó, lo que a su vez resultaría en 1347 millones de dólares de ingresos al fisco.

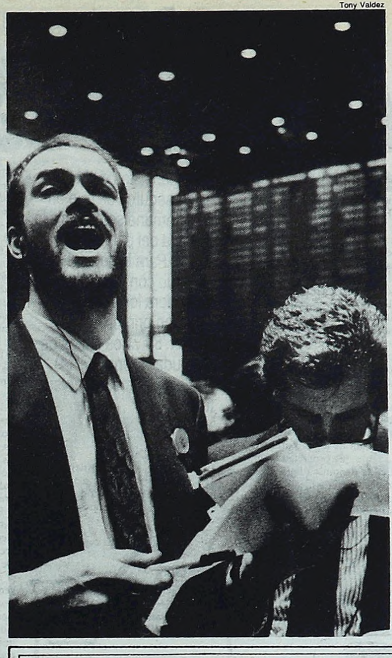
Comparando esta cifra con la obtenida con el sistema implementado, el Estado dejó de ganar (es decir, perdió) 120 millones de dólares (15 corresponden al subsidio otorgado a minoristas), empujando artificialmente hacia abajo el precio de corte. Prueba de esta es que las transacciones a futuro inmediatas al conocimiento del precio de corte reflejaron una suba del 6 por ciento en la cotización del papel.

Adicionalmente, debe destacarse lo ineficaz que resultó el sistema para promover la participación de pequeños inversores (desde luego que éstos participaron masivamente, pero el argumento aquí desarrollado permite concluir que podrían haberlo hecho aún mucho más). El punto es el siguiente: con el sistema de subsidios y cupos que se implementó, el precio de corte fue empujado hacia abajo (como ya se analizó) y los inversores minoristas fueron racionados, disminuyendo su participación en la propiedad de la empresa. *Un sistema mucho más efectivo para alentar la participación de pequeños inversores* en una subasta no discriminatoria *hubiese sido otorgar un subsidio a las posturas menores de 5000 dólares* (como de hecho se hizo), aunque *sin crear un segmento minorista no competitivo* (es decir, todos los participantes compiten en el mismo y único segmento). *De esta forma los pequeños inversores ofertarían más agresivamente, lo que empujaría hacia arriba el precio de corte (financiando en parte el subsidio) y aumentaría la probabilidad de que sus posturas fuesen aceptadas.* El beneficio iría tanto para el Estado como para los pequeños inversores.

En síntesis, considerando conjuntamente la venta de acciones de Telefónica y de Telecom; el Estado dejó de percibir ingresos por casi U$S 170 millones, de los que solamente U$S 25 millones fueron explícitamente recibidos por los minoristas, mientras que el resto fue obtenido por los adjudicatarios a través de un precio menor al que resultaría en presencia de un único segmento competitivo.

** Profesor de Economía en la Universidad de San Andrés e investigador del Instituto Torcuato Di Tella.*

Tony Valdez



PRIVATIZACIONES

# ADO PERDIO DE 170 MILLONES DE DOLARES

**No es fácil criticar la venta de los paquetes accionarios de las telefónicas que estaban en poder del Estado cuando el resultado final fue un ingreso total al fisco de 2075 millones de dólares. Pero la euforia del mercado debe dejar lugar a un análisis más detallado del mecanismo de la subasta, que limitó la participación de los pequeños ahorristas y benefició a los grandes inversores.**

(este supuesto resulta natural ya que el riesgo de pagar un precio excesivamente alto al ofertar "al precio que resulte" tiene un efecto opuesto al del subsidio en la decisión de los postulantes);

d) la oferta máxima competitiva fue de 5 dólares por acción y las ofertas entre 4,2 y 5 estaban linealmente distribuidas (note que la diferencia entre el precio máximo y el de corte resulta ser 0,80 pesos); y

e) los oferentes en los segmentos no competitivos se habrían comportado de la misma forma en caso de haberse presentado en un único segmento competitivo.

Bajo estos supuestos, la cantidad de dinero ofrecida por las acciones a un precio de 4,207 hubiese sido de 2283 millones de dólares (igual a 621 + 722 + 940), lo que resultaría una demanda de 542,7 millones de acciones. Puesto que la oferta total de acciones (30 por ciento del paquete accionario) fue de 295,3 millones, a dicho precio resultaría un exceso de demanda de acciones de 247 millones de dólares. Debido al supuesto de linealidad en las ofertas, el precio de corte hubiese sido de 4,571 (= 4,207 + (247/542,7) × 0,8) un 8 por ciento mayor al que de hecho resultó, lo que a su vez resultaría en 1347 millones de dólares de ingresos al fisco.

Comparando esta cifra con la obtenida con el sistema implementado, el Estado dejó de ganar (es decir, perdió) 120 millones de dólares (15 corresponden al subsidio otorgado a minoristas), empujando artificialmente hacia abajo el precio de corte. Prueba de esta es que las transacciones a futuro inmediatas al conocimiento del precio de corte reflejaron una suba del 6 por ciento en la cotización del papel.

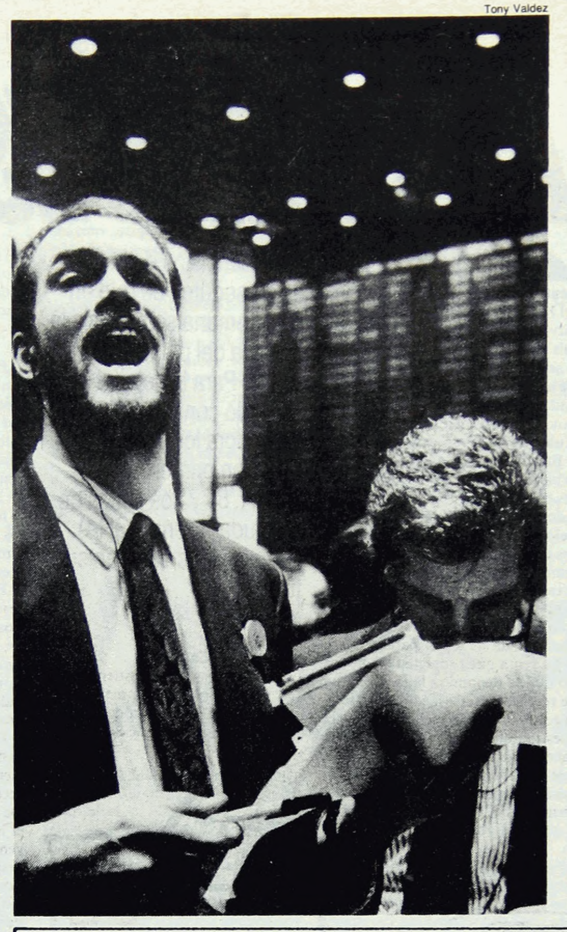
Adicionalmente, debe destacarse lo ineficaz que resultó el sistema para promover la participación de pequeños inversores (desde luego que éstos participaron masivamente, pero el argumento aquí desarrollado permite concluir que podrían haberlo hecho aún mucho más). El punto es el siguiente: con el sistema de subsidios y cupos que se implementó, el precio de corte fue empujado hacia abajo (como ya se analizó) y los inversores minoristas fueron racionados, disminuyendo su participación en la propiedad de la empresa. *Un sistema mucho más efectivo para alentar la participación de pequeños inversores* en una subasta no discriminatoria *hubiese sido otorgar un subsidio a las posturas menores de 5000 dólares* (como de hecho se hizo), aunque *sin crear un segmento minorista no competitivo* (es decir, todos los participantes compiten en el mismo y único segmento). *De esta forma los pequeños inversores ofertarían más agresivamente, lo que empujaría hacia arriba el precio de corte (financiando en parte el subsidio) y aumentaría la probabilidad de que sus posturas fuesen aceptadas.* El beneficio iría tanto para el Estado como para los pequeños inversores.

En síntesis, considerando conjuntamente la venta de acciones de Telefónica y de Telecom; el Estado dejó de percibir ingresos por casi U$S 170 millones, de los que solamente U$S 25 millones fueron explícitamente recibidos por los minoristas, mientras que el resto fue obtenido por los adjudicatarios a través de un precio menor al que resultaría en presencia de un único segmento competitivo.

* *Profesor de Economía en la Universidad de San Andrés e investigador del Instituto Torcuato Di Tella.*



Tony Valdez



PRIVATIZACIONES

El Buen Inversor

# EL BRADY ES UNA FIJA

**Los financistas de la City están seguros de que en esta semana se anuncia la entrada del país al Plan Brady. Para festejar el acuerdo con la banca acreedora los operadores eligieron primero los Bónex '89 y los títulos de la deuda externa (GRA). Las acciones esperan su turno.**

*(Por Alfredo Zaiat)* Como una fija que los burreros sólo comentan con sus amigos en los bares del Hipódromo, los operadores de la City se juegan a que la entrada del país al Plan Brady será anunciada esta semana. Preparados para festejar ese acontecimiento en el recinto bursátil, los financistas adelantaron algunos brindis con los Bónex '89 y los títulos de la deuda externa (GRA).

El acuerdo con la banca acreedora para refinanciar casi 30.000 millones de dólares ya está siendo descontado por los corredores, lo que se reflejó en la fuerte suba de las paridades de los bonos durante las últimas semanas. Si con el Brady desciende la tasa de riesgo-país, también caerá la renta que se les exigirá a los títulos emitidos por el Gobierno, que son una medida de aquel parámetro.

La renta que prometen los bonos (lo que se denomina la tasa interna de retorno) baja a medida que sube la cotización del papel. Entonces, la cuestión ahora en la City pasa por saber cuál es la tasa de riesgo-país que el mercado considera adecuada para la Argentina, ya que así se determinará el techo para la valorización de los Bónex '89.

Los más pesimistas sostienen que una tasa acorde con la actualidad económica del país sería del 10 por ciento anual, con lo que la paridad del bono se debería ubicar en un valor cercano a 85 dólares. Otros operadores más optimistas se juegan a que la tasa podría ser del 9 por ciento y así el precio del título encontraría un límite en 86,5.

Pero el otro bono que está acaparando la atención de los financistas más sofisticados es el GRA (Guaranted Reestructurated Agreement): título de la deuda externa que será canjeado por uno nuevo luego del acuerdo con la banca. La cotización de los GRA estuvo subiendo durante todo el mes pasado y en este caso los operadores opinan que su precio aún tiene un interesante trecho por recorrer.

El viernes estos bonos culminaron cerca de los 44 dólares por cada 100. Los banqueros más cautos arriesgan un valor de 50 apenas se conozcan las condiciones del acuerdo de reducción de deuda, mientras que los operadores más eufóricos apuestan a un precio de 55 dólares.

En este clima de festejo por adelantado que los financistas están viviendo en el mercado de títulos, las acciones todavía no fueron invitadas. De acuerdo con analistas de la plaza, el negocio con opciones está influyendo en el recinto, demorando el despegue de los papeles. Esas operaciones se terminarán de cancelar dentro de dos martes, con lo que quedaría más aliviado el mercado para acompañar la buena noticia de la entrada al Brady.

Sin embargo, algunos corredores afirman que las actuales cotizaciones de los papeles (varios especialistas destacan que están bastante altas respecto de la promesa de ganancia futura de las empresas) ya descontaron el Brady, entonces no habría que esperar una fuerte suba en la plaza bursátil. En cambio, otros basados en estudios técnicos se entusiasman y creen que el índice MERVAL (agrupa a las principales 16 acciones del mercado) puede trepar en poco tiempo de 768 (el viernes cerró a ese valor) a 1200.



## La cantidad de $ que existen

(en millones)

| | en $ | en u$s |
|---|---|---|
| Circ. monet. al 1/4 | 6522 | 6568 |
| Base monet. al 1/4 | 8024 | 8081 |
| Depósitos al 1/4 | | |
| Cuenta corriente | 1263 | 1272 |
| Caja de ahorro | 953 | 959 |
| Plazos fijos | 2361 | 2378 |

**Nota:** La circulación monetaria es la cantidad de dinero que está en poder del público y en los bancos. La base monetaria son los pesos del público y de los bancos más los depósitos de las entidades financieras en cuenta corriente en el Banco Central. Se tomó el tipo de cambio correspondiente a cada fecha. Los montos de los depósitos corresponden a una muestra realizada por el BCRA.

BAJA -0,4 %

## Dólar

(Cotización en casas de cambio)

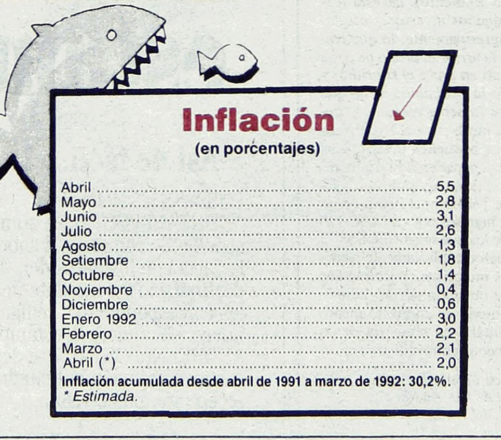
| Viernes anterior | 0,9950 |
|---|---|
| LUNES | 0,9950 |
| MARTES | 0,9960 |
| MIERCOLES | 0,9930 |
| JUEVES | 0,9915 |
| VIERNES | 0,9910 |



## Acciones

| | Precio (en pesos) | | Variación (en porcentaje) | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | Viernes 27/3 | Viernes 3/4 | Semanal | Mensual | Anual |
| Acindar | 8,35 | 7,90 | -5,4 | -1,9 | -14,6 |
| Alpargatas | 2,10 | 2,27 | 8,1 | 12,4 | -7,3 |
| Astra | 40,00 | 40,30 | 1,3 | 3,3 | 7,2 |
| Atanor | 1,80 | 2,29 | 27,2 | 27,2 | 6,5 |
| Bagley | 6,55 | 6,50 | -0,8 | 2,4 | 30,0 |
| Celulosa | 3,95 | 3,75 | -5,1 | -1,3 | -28,6 |
| Comercial del Plata | 475,00 | 475,00 | 0,0 | 2,8 | 20,3 |
| Electroclor | 6,90 | 6,70 | -2,9 | -2,9 | -25,6 |
| Siderca | 1,80 | 1,77 | -1,7 | -1,1 | -24,7 |
| Banco Francés | 10,60 | 12,75 | 20,3 | 12,8 | 59,4 |
| Banco Galicia | 37,00 | 38,50 | 4,1 | 1,3 | 152,8 |
| Garovaglio | 210,00 | 212,00 | 1,0 | 1,9 | -3,6 |
| Indupa | 2,00 | 1,92 | -4,0 | -4,0 | -36,0 |
| Ipako | 27,00 | 28,00 | 3,7 | 5,7 | 2,6 |
| Ledesma | 1,80 | 1,80 | 0,0 | 4,7 | -15,1 |
| Molinos | 10,10 | 11,00 | 8,9 | 6,3 | 5,8 |
| Pérez Companc | 21,80 | 21,70 | -0,5 | 0,9 | 6,9 |
| Nobleza Piccardo | 69,00 | 66,50 | -3,6 | -5,7 | 84,7 |
| Renault | 23,50 | 27,80 | 18,3 | 18,3 | 186,6 |
| Telefónica | 4,16 | 4,04 | -2,9 | -1,7 | 40,1 |
| Telecom (*) | 4,35 | 4,24 | -2,5 | -1,4 | — |
| **Promedio bursátil** | | | **0,8** | **1,2** | **16,4** |

* Primera cotización: lunes 30/3 acciones



## Inflación

(en porcentajes)

| | |
|---|---|
| Abril | 5,5 |
| Mayo | 2,8 |
| Junio | 3,1 |
| Julio | 2,6 |
| Agosto | 1,3 |
| Setiembre | 1,8 |
| Octubre | 1,4 |
| Noviembre | 0,4 |
| Diciembre | 0,6 |
| Enero 1992 | 3,0 |
| Febrero | 2,2 |
| Marzo | 2,1 |
| Abril (*) | 2,0 |

**Inflación acumulada desde abril de 1991 a marzo de 1992: 30,2%.**

** Estimada.*



## Tasas

| | Lunes | Viernes |
|---|---|---|
| Plazo fijo a 7 días | 0,7 | 0,8 |
| a 30 días | 1,2 | 1,2 |
| Caja de ahorro | 0,6 | 0,6 |
| Call money | 0,75 | 1,2 |

**Nota:** La tasa de interés es efectiva mensual. Todos los valores son promedios de mercado y para los plazos fijos se toma la que reciben los pequeños y medianos ahorristas

## ME JUEGO

FERNAN PERALTA RAMOS
Agente de Bolsa

***—Hace más de un mes que los operadores anuncian un boom accionario, pero finalmente no se produce. ¿Qué está pasando en la Bolsa?***

**—La semana pasada se esperaba una importante valorización de los papeles ya que se presentaban todas las condiciones (el otorgamiento del crédito de facilidades extendidas y el anuncio de un pronto acuerdo con la banca) para el comienzo de un ciclo alcista. Pero el mercado no reaccionó. Este comportamiento de las acciones demostró que las buenas noticias ya están incorporadas en los precios. Se comprobó además que la Bolsa fue la primera que se adelantó a los acontecimientos.**

***—Con ese panorama, ¿cómo evolucionarán las acciones en este mes?***

**—El mercado promete comportarse con una gran selectividad, pero no tengo dudas de que en el mediano plazo las acciones serán la mejor alternativa de inversión.**

***—¿Qué papeles se verán afectados por esa selectividad?***

**—A priori tendrán menor suerte las acciones que posean un volumen importante de opciones lanzadas ejercibles, ya que generarán una suculenta oferta adicional de papeles. Pérez Companc con 64 millones de dólares lidera esa tabla, seguida por Telefónica con 29 y Astra con 20 millones. Pero hay que destacar que los operadores se están adelantando al vencimiento de las opciones (14 de abril), con lo que el efecto negativo se superará en las próximas ruedas.**

***—¿Las acciones no alcanzaron valores muy altos para entrar ahora en la inversión bursátil?***

**—No están baratas. Creo que con el Plan Brady muchos inversores extranjeros analizarán el mercado emergente argentino como una alternativa interesante. Estos inversores apostarán a mediano plazo, con una aspiración de utilidad menor a la que están acostumbrados los financistas locales. Si las acciones estuviesen caras no elegirían el mercado local.**

***—¿Cuál debe valer más: Telecom o Telefónica?***

**—Telecom debe valer entre 5 y 10 por ciento menos que Telefónica, pues es una empresa más chica, tiene un menor volumen de ventas y una más baja utilidad por línea. En el mediano plazo habrá un interesante arbitraje entre los dos papeles.**

***—¿La paridad de los Bónex '89 ya alcanzó un techo?***

**—Con el Brady bajará el riesgo país. La cuestión es saber a cuánto puede descender esa tasa. Creo que se debería ubicar en el 10 por ciento anual, con lo que la paridad de la '89 tendría un techo cercano a 85 dólares. Por otro lado, pienso que los bonos que pueden tener una importante valorización en los próximos días serán los de la deuda externa (GRA).**

***—¿Cómo armaría una cartera de inversión?***

**—Colocaría un 40 por ciento en opciones lanzadas de Telefónica, con lo que obtendría una renta del 22/23 por ciento anual hasta el 21 de junio. Después invertiría un 30 por ciento en acciones (Alpargatas, Bagley y Molinos), un 15 en BIC 5 y otro 15 por ciento en GRA con intereses.**



### Bónex

| Serie | Precio (en pesos) Viernes 27/3 | Viernes 3/4 | Variación (en porcentaje) Semanal | Mensual | Anual |
|---|---|---|---|---|---|
| 1984 | 93,50 | 95,50 | 2,14 | 1,60 | 6,11 |
| 1987 | 87,70 | 88,90 | 1,37 | 1,37 | 8,33 |
| 1989 | 83,10 | 83,90 | 0,96 | 0,96 | 7,43 |

**Nota:** Los precios son por las láminas al 100 por ciento de su valor sin descontar las amortizaciones y rentas devengadas.

### Bónex en dólares

| Serie | Precio Viernes 27/3 | Viernes 3/4 | Variación (en porcentaje) Semanal | Mensual | Anual |
|---|---|---|---|---|---|
| 1984 | 94,50 | 96,50 | 2,12 | 1,58 | 5,75 |
| 1987 | 88,50 | 89,70 | 1,36 | 1,36 | 8,86 |
| 1989 | 83,40 | 84,50 | 1,32 | 0,72 | 7,64 |

**Nota:** Son los precios que hay que pagar por las láminas de 100 dólares.

MUNDO

POR DANIEL SOSA

Impuestos inequitativos

# LOS QUE PAGAN

**La estructura regresiva de los sistemas tributarios latinoamericanos es puesta en cuestión por un informe que será analizado la semana próxima en la Conferencia Ministerial de la CEPAL.**

La carga tributaria de los países latinoamericanos es sustancialmente inferior a la de las naciones más desarrolladas de la OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económico) y por lo tanto, aquéllos están en condiciones de elevarla para financiar políticas sociales. Tal es uno de los postulados del informe sobre "Equidad y transformación productiva" que la semana próxima considerará en Santiago de Chile la 24ª reunión ministerial de la CEPAL

En el apartado referido al "Fortalecimiento de las finanzas públicas", el trabajo indica que la presión impositiva en los países ricos oscila entre 30 y 36 por ciento. Si bien alrededor de 10 puntos corresponden al mayor costo y valor de las prestaciones de la seguridad social, al excluirse ese ítem y los ingresos no tributarios —que en el caso de los países del área ricos en recursos naturales hacen elevar los ingresos fiscales, pero reducen la carga tributaria privada—, la carga de los impuestos es inferior en más de 10 puntos del producto interno bruto a la de los países de la OCDE (ver cuadro).

Por otro lado, sostiene la CEPAL, la carga tributaria de la mayoría de los países de la región es similar a la existente en las naciones del Sudeste asiático. Pero la gravitación considerablemente mayor que tienen en éstos los impuestos directos plantea no sólo la posibilidad de establecer sistemas tributarios más progresivos, sino también la viabilidad económica y política de aumentar la carga tributaria directa en el contexto de economías competitivas y en desarrollo.

"De hecho, la carga tributaria directa de la región equivale a la mitad de la de los países del Sudeste asiático (lo que representa 3,5 puntos porcentuales menos del producto bruto interno) y la cuarta parte de la de los países de la OCDE (lo que significa 10 puntos porcentuales menos del PIB que en éstos)", dice el documento.

En suma, las comparaciones indican que existe un importante margen para elevar la presión en varios países latinoamericanos y para modificar su estructura, sin afectar significativamente el bienestar colectivo ni la competitividad internacional.

Para ilustrar la brecha existente con los países industriales, el estudio indica que en Francia la imposición directa es como mínimo de 8 por ciento, suele ubicarse en el 13 por ciento del producto y aporta entre un tercio y la mitad de la carga tributaria. Mientras, la mayoría de los países de América Latina tiene una carga directa —excluida la apropiación de rentas de las exportaciones estatales— que se ubica entre un 2 y un 4 por ciento del producto y que generalmente representa entre una cuarta y una quinta parte de la carga tributaria total.

"Estas estructuras tributarias, sesgadas hacia los impuestos menos progresivos y en algunos casos hacia los más regresivos, contribuyen poco a mejorar la equidad en la distribución del bienestar cuando se considera su incidencia diferencial en los diversos grupos de ingreso", dice la CEPAL. La capacidad estimada de las diferentes estructuras tributarias latinoamericanas para redistribuir ingresos reales —mediante la incidencia diferencial de la combinación de impuestos de cada país sobre el 20 por ciento de los hogares más ricos y el 40 por ciento de los más pobres— no llegaba a 10 centavos por cada peso de impuesto en la mayoría de los países, hacia finales de los ochenta. Era casi nula en Chile y Uruguay y sólo bordeaba o superaba los 20 centavos por cada peso en Colombia y México, respectivamente.

Si se combina esa capacidad redistributiva de las estructuras impositivas con las respectivas cargas tributarias, la redistribución implícita en éstas es superior al 3 por ciento del producto en México desde 1980 en adelante y casi 2 por ciento en Colombia. Pero es más frecuentemente inferior a un punto y medio en Brasil, o a un punto en Argentina en 1988 y en Costa Rica en 1989, o alcanza magnitudes insignificantes (Chile en 1986 y Uruguay en 1988).

En esas circunstancias surgen dos criterios complementarios para que las reformas tributarias puedan traducirse en sistemas más progresivos, de acuerdo con el trabajo de la CEPAL.

"Por un lado, debería fomentarse un mejoramiento de la estructura de los impuestos indirectos, particularmente la sustitución de impuestos específicos aplicados a consumos difundidos y populares por el impuesto al valor agregado (con pocas exenciones cuando ello sea posible). A ello debería añadirse el establecimiento de impuestos específicos al consumo de artículos que prefieren los estratos de mayores ingresos (recuérdese, por ejemplo, que los impuestos a los vehículos son muy progresivos)."

Y por otro lado, concluye el documento, "habría que realizar un mayor esfuerzo para elevar los niveles de tributación directa, que son comparativamente bajos, lo que podría significar —según el caso— mayores tasas, una base más amplia de tipos de ingresos gravados y de contribuyentes, menores exenciones, salvo para personas de ingresos bajos, una disminución de la evasión tributaria y otras disposiciones de ese orden".

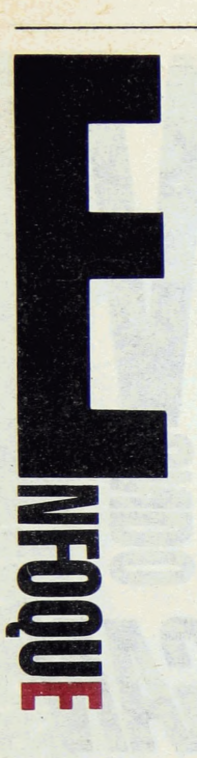
### RECOLECTANDO DESDE ABAJO

(Promedio del período 1987-1989 como porcentaje del PBI)

| Grupo de países | Carga fiscal total | Carga de la seguridad social | Carga tributaria (a) | Carga de las imposiciones directas (b) |
|---|---|---|---|---|
| **OCDE** | | | | |
| Suecia | 56 | 14 | 42 | 24 |
| Francia | 44 | 19 | 25 | 8 |
| Alemania | 38 | 14 | 24 | 13 |
| Italia | 37 | 12 | 25 | 13 |
| Reino Unido | 37 | 7 | 30 | 14 |
| España | 33 | 12 | 22 | 10 |
| Estados Unidos | 30 | 9 | 21 | 13 |
| **Sudeste Asiático** | | | | |
| Singapur | 29 | 0 | 15 | 8(e) |
| Malasia | 25 | 0 | 17 | 8 |
| Corea | 19 | 1 | 16 | 6 |
| Indonesia | 18 | 0 | 15 | 10(e) |
| Tailandia | 17 | 0 | 15 | 4 |
| Filipinas | 13 | 0 | 12 | 3(e) |
| **América Latina** | | | | |
| Chile | 25 | 2 | 20 | 3 |
| Costa Rica | 25 | 7 | 16 | 3 (d) |
| Uruguay | 25 | 7 | 16 | 3 (d) |
| Argentina | 23 | 4 | 17 | 3 (d) |
| Ecuador | 23 | 3 | 16 | 3 (d) |
| México | 22 | 2 | 18 | 5 |
| Colombia | 22 | 1 | 13 | 4 |
| Brasil | 21 | 4 | 14 | 4 |
| Venezuela | 21 | 1 | | |
| Bolivia | 19 | 3 | 16 | 1(d) |
| Paraguay | 10 | 2 | 8 | 2 |
| Perú | 9(c) | 1 | 8 | 2(d) |
| Guatemala | 9 | nd | 8 | 2(d) |

*Fuente:* Países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), *Revenue Statistics of OECD Member Countries, 1965-1990*, París, 1991. Países de América Latina: Proyecto Regional de Política Fiscal CEPAL/PNUD. Países del Sudeste Asiático: Fondo Monetario Internacional (FMI), *Government Financial Statistics Yearbook, 1990*, Washington, D.C., 1990.

(a) Excluida la seguridad social y los ingresos no tributarios. (b) En los países de la OCDE, incluye los impuestos al ingreso personal y al ingreso de las sociedades. Para los países de América latina incluye todos los impuestos directos, excepto los que pagan las empresas públicas. (c) En el período 1985-1986, la carga fiscal total fue 18 por ciento del producto bruto interno. (d) 1987. (e) Promedio del período 1987-1988. 163(d).




**(Por Jorge Todesca)** Después de largo tiempo, la Argentina dejará de ser un deudor moroso frente a la comunidad financiera internacional, convirtiéndose en el séptimo país que renegocia su deuda en el marco del Plan Brady.

Para afrontar puntualmente el pago de la deuda bajo las nuevas condiciones se requerirá un esfuerzo fiscal sin precedentes. Deberá pasarse de la ancestral situación de déficit en las cuentas públicas a una de superávit, que habrá de sostenerse más allá de la culminación del proceso de privatizaciones prevista para este año.

El punto clave en este sentido es el ingreso fiscal que, conforme a los compromisos asumidos, el año próximo debería superar en casi 43 por ciento lo recaudado en 1991. Para ello, el gobierno deberá exhibir gran dinamismo en materia tributaria y la evasión fiscal debería descender sustancialmente. No es imposible que así ocurra y al parecer existe firmeza en este terreno en las autoridades económicas.

Del lado del gasto no es esperable una reducción adicional; ni siquiera está planteada en las metas fiscales del Gobierno. Esto parece sensato puesto que de lo contrario se agudizaría la crisis social.

Por lo tanto, la generación de la capacidad de pago comprometida dependerá básicamente del aporte de la comunidad en materia tributaria. Hasta ahora la fuente de ingresos más potente ha sido el impuesto al valor agregado, que es un gravamen al consumo, y lamentablemente el elogiable combate a la evasión de los últimos meses ha sido trasladado indiscriminadamente a los consumidores a través de una mayor tasa de inflación.

Al fortalecer el impuesto a las ganancias, la reciente reforma tributaria introduce la perspectiva de una mayor equidad y en la misma dirección parece marchar un renovado énfasis en el impuesto a los activos improductivos. Pero todavía se está lejos de tener una estructura tributaria equitativa y por lo tanto los costos de la crisis se distribuyen desigualmente.

A su vez, la posibilidad de pagar la deuda no se agota en el terreno fiscal. Como es natural, los pagos deben efectuarse en moneda extranjera, lo que —bajo los preceptos de la convertibilidad— significa que el Gobierno debe "comprarle" al Banco Central las divisas necesarias.

Si ningún factor hiciera crecer o disminuir las reservas actuales —8500 millones de dólares—, éstas alcanzarían para algo menos de tres años de pagos externos. Se trata sólo de un ejercicio teórico, pero tiene la virtud de revelar la necesidad de que el país reciba más divisas que las que tiene que pagar.

Hay dos fuentes básicas que engrosan las reservas externas: el excedente de las exportaciones sobre las importaciones y la entrada de capitales. La primera de estas fuentes parece débil. En los dos primeros meses de este año algunos cálculos preliminares indican la existencia de un déficit comercial de U$S 300 millones, que si bien no representa una tendencia definitiva, porque corresponde a una época del año en que las exportaciones son bajas, es un resultado preocupante.

El factor dinámico para equilibrar las cuentas deberá ser entonces la entrada de capitales. En el corto plazo, tanto los acuerdos con el FMI y el Banco Mundial como el proceso de privatizaciones mantienen la situación alejada de cualquier peligro. El problema es a mediano plazo.

Así, por ejemplo, si la balanza comercial comenzara a arrojar persistentes saldos negativos, se requerirían ingresos compensatorios de capitales del exterior.

Al restaurar la confianza en el país y disminuir el riesgo, se supone que el Plan Brady facilitará la disponibilidad de capitales y la voluntad local de invertirlos. O sea, a partir del año próximo lo que ocurra con la inversión privada será determinante para el sostenimiento del esquema.

Y aquí es donde están las incógnitas más profundas y las opiniones más encontradas: ¿se convertirá la Argentina en un lugar atractivo para radicar capitales productivos? ¿O tendrá nuevamente que ser el sector público el que procure financiamiento externo?

Los dos países acaso comparables que ingresaron al Plan Brady son México y Venezuela.

En el primero se ha producido un formidable proceso de inversión, localizado en buena medida en la zona fronteriza con Estados Unidos, orientado a dicho mercado y fuertemente estimulado por los enormes diferencias salariales que existen entre ambos países. Allí, el masivo ingreso de capitales ha compensado el saldo negativo de la balanza comercial y reactivado la economía, aunque los salarios todavía no se han recuperado del duro golpe recibido en la década pasada.

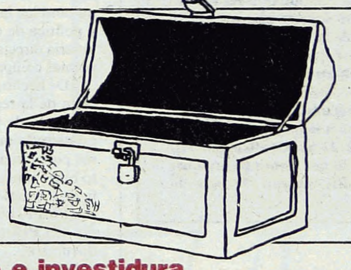
En el segundo, en cambio, no se ha producido un fenómeno semejante y —más allá del oportunismo golpista— la reacción social frente al ajuste amenaza la estabilidad del sistema político.

Resulta difícil pensar que las fuerzas de mercado sean, en la Argentina, suficientemente vigorosas para desatar espontáneamente un proceso sostenido de crecimiento económico. El Estado deberá entonces cumplir un rol y esto exige evaluar las experiencias y los fracasos del pasado.

No se trata de ninguna herejía, ni insinúa una vuelta al viejo estatismo. Por el contrario, es el debate que hoy se está dando en el mundo desarrollado y que no se debería pasar por alto si se quiere que los beneficios del crecimiento superen a los costos del ajuste.

# EL BAUL DE MANUEL

**Por M. Fernández López**



## Hayek

Ha muerto Friedrich Hayek, uno de los economistas notables del siglo XX. El próximo 8 de mayo hubiera cumplido 93 años. Nacido en Viena, doctoróse en Derecho (1921) y Economía (1923) en la universidad local. Estudió en Columbia con Mitchell y Clark. En Viena fundó un círculo de jóvenes estudiosos que incluía a Hberler, Machlup y Morgenstern. En 1924 entró en el seminario de Von Mises, importante centro de discusión económica de Austria. En 1929 se inició en la docencia, en Viena, y su clase inaugural agradó a Robbins, quien le invitó a dar cuatro clases en la Escuela de Economía de Londres —publicadas como *Prices and production* (1931)—. Siguió como profesor visitante y luego ganó la cátedra Tooke de la Universidad de Londres, que tuvo hasta 1950. De este período son *Teoría para el capital* (1941), *Camino de servidumbre* (1944) e *Individualismo y orden económico* (1948). En abril del '47 convocó a 39 pensadores liberales, que fundaron la Sociedad Mont Pelerin, cuyo presidente fue por 12 años. En 1950 renunció a la Universidad de Londres para tomar en la de Chicago un profesorado de ciencias sociales y morales. En esta época publicó: *Contrarrevolución de la ciencia* (1952), *Capitalismo e historiadores* (1954) y *La constitución de la libertad* (1960). Entre sus asociados tuvo a Frank H. Knight, George Stigler y Milton Friedman. Pasó en 1962 a Friburgo, como profesor de política económica. En 1968 aceptó una invitación de la Universidad de Salzburgo, donde no halló clima adecuado para sus estudios y retornó en 1977 a Friburgo.

De sus 18 libros y 142 artículos, tal vez lo más original de Hayek en economía fue su teoría monetarista del ciclo económico, elaborada entre 1925 y 1933. La fase expansiva del ciclo comienza por una expansión crediticia: una tasa de interés inferior a la que estabiliza el nivel de precios. Su explicación fue la contrapartida de la explicación de Schumpeter, para quien la expansión comienza al surgir una productividad de la inversión mayor que la tasa de interés de mercado. Curiosamente, dos eminencias —Keynes y Sraffa— fueron críticos hacia su *Prices and production*, donde exponía esas ideas. Escribió Keynes: "El libro me parece una de las mezcolanzas más terribles que he leído. Es un ejemplo extraordinario de cómo, partiendo de un error, un lógico implacable puede terminar en el manicomio". (Harrod, *The life of Keynes*, 1951, p. 435.)

Fue el Premio Nobel que más visitó a la Argentina. Caído en 1955 Perón, cuyo gobierno encarnaba un dirigismo económico aborrecido por Hayek, sus conferencias —junto a las de su maestro Von Mises y las del neoliberal alemán Röpke— en Buenos Aires estimularon el pensamiento político y económico liberal. En una de sus visitas, cuando recibió el Premio Nobel (1977), la Universidad de Buenos Aires le otorgó un doctorado honoris causa.

## Homenaje e investidura

"El emperador Rodolfo había respetado siempre la libertad de Suiza. Su hijo Alberto, indignado por ver a los suizos exentos de la calidad de súbditos, encargó a Gessler, bárbaro y cobarde cortesano, imponer su autoridad sobre los cantones. Gessler estremeciase ante el solo nombre de libertad, y prometióse destruir hasta el recuerdo de la odiada palabra. En su poder y lujo no hallaba reposo. Cruzaban su imaginación mil proyectos irrealizables e insensatos. En la embriaguez del mando, concibió la idea de obligar a todos los habitantes de Uri inclinarse ante un gorro suyo colocado en lo alto de una pica en la plaza pública. Dijo a Sarnem, su ministro secreto: 'Obliga a todo transeúnte que se incline y salude con respeto mi sombrero, símbolo del poder de gobernador de los tres cantones. La menor resistencia, el más ligero murmullo, sea al punto castigado. Estas gentes no tienen otra cosa que hacer más que obedecernos. Los satélites, bien armados, apoyaban sus lanzas sobre la nuca de los que posternábanse, hasta obligarles a dar con la frente en la tierra. ¡Un pueblo entero, una nación sometida a los caprichos de un hombre!". (Florian, *Guillermo Tell*, París, 1802.)

Este episodio del siglo XIII muestra un rasgo esencial del feudalismo: las fórmulas jurídicas de dominación entre los hombres. Al otorgar el señor un predio, su vasallo de rodillas recitaba una fórmula de fidelidad. Era el *homenaje*. Seguía la *investidura*, ya sea en el campo o con la entrega de un puñado de pasto, tierra u otro objeto simbólico. Con el tiempo, el homenaje se redujo a mera reverencia, acatamiento, tributo de sumisión.

Poder y embriaguez alentaron sueños de majestuosidad y de gobiernos vitalicios. Duarte, alcoholizado, llamó al presidente Saavedra "Emperador, Rey, Monarca de América". Lo que levó a Moreno (1810) a prohibir honores al presidente —"un ciudadano, sin derecho a otras consideraciones"—. Empero, no pocos "gobernadores" gozan rumbosas vidas, con siervos, lacayos y bufones, al modo feudal, estilo que firman y rubrican al darse un ingreso según el presupuesto de gastos —regla distributiva de Santo Tomás (siglo XII)— y no del presupuesto de ingresos, con sueldos fijos e inalterables. Gastos fabulosos —decenas, centenares de veces sus sueldos "legales"— que en una economía de escasez son recursos de los que se privan a otros ciudadanos —olvídase la medicina preventiva, págase mal al educador, déjase morir el sistema previsional— y a lo que debe añadirse los tributos que el gobernador toma de sus súbditos para llevarle al emperador.

# BANCO DE DATOS

### SOMISA

La dupla Salomon Brothers-Merchant Bankers Asociados (MBA) fue elegida como asesor financiero para la privatización de la acería estatal. La interventora de SOMISA, María Julia Alsogaray, aspira entregar la compañía a manos privadas a fines de junio, pero ese objetivo no será tarea fácil: uno de los principales candidatos a quedarse con la empresa (el grupo Techint) habría pedido una prórroga para presentar su oferta. Salomon-MBA dejaron en el camino a otras cuatro entidades (María Julia había invitado al principio del proceso a nueve bancos de inversión, presentándose finalmente sólo cinco). En el segundo lugar se ubicó la pareja Credit Suisse-First Boston/Banco General de Negocios, mientras que en la cola quedaron los franceses de Paribas asociados con Business & Banking Services. Los ganadores recibirán por su trabajo un millón de dólares más una *comisión de éxito*, cuyo porcentaje dependerá del monto en que se venda SOMISA.

### CASA PIANO

La consultora Price Waterhouse asesorará a la agencia de cambio en su proceso de transformación en banco —ya aprobado por el Banco Central—, luego de 48 años de haber operado en el mercado como cambista y compañía financiera.

### ENCOTel

De las cuatro consultoras que compitieron para asesorar al Gobierno para privatizar la empresa estatal, el grupo formado por Harteneck, López & Cía. (Coopers & Lybrand) y Ecolatina (estudio económico dirigido por Roberto Lavagna) resultó el ganador. Su tarea será la de transformar a ENCOTel y elaborar el marco de regulación del mercado postal. Hace un par de meses la empresa se convirtió en sociedad anónima y el proceso de privatización culminará con la cesión del 35 por ciento de sus acciones (el Estado retendrá el 51 por ciento y los trabajadores recibirán el 14) a algún correo estatal de otro país o, en su defecto, a algún concesionario extranjero.

### IMPSA

La empresa Industrias Metalúrgicas Pescarmona SA concretó un contrato para la provisión y puesta en marcha de dos grúas de 1200 toneladas cada una para el movimiento de contenedores hacia el puerto de Jeddah, sobre el Mar Rojo, en Arabia Saudita. Para IMPSA este contrato significó un ingreso de 15.000 dólares.

### CELLIER

El cólera abrió las posibilidades de nuevos negocios: la firma Marcó del Pont quiere participar en el mercado de agua mineral y acaba de lanzar su propia marca a la plaza. La nueva agua mineral se llama Cellier.

